



Munich Personal RePEc Archive

## Monetary policy challenges

Dumitriu, Ramona and Stefanescu, Razvan

Dunarea de Jos University of Galati, Dunarea de Jos University of Galati

28 September 2013

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/50261/>  
MPRA Paper No. 50261, posted 09 Nov 2013 16:06 UTC

# Provocările politicii monetare

**Dumitriu Ramona  
Stefanescu Razvan**

**Abstract:** *During the last decades, the monetary policy had to face significant changes caused by various processes. This paper explores the challenges induced by the recent global crisis to the central banks policies. We approach some possible solutions to the dramatic consequences of the crisis: the abandon of the monetarism and the return to Keynesianism, orientation towards the full employment in detriment of the prices stability, a more intense coordination between fiscal and monetary policies and new regulations to prevent the banks involvement in asset price bubbles.*

**Key words:** Monetary Policy, Global Crisis, Coordination between Policies, Macroeconomics Objectives

**JEL classification:** E52, E58, E61

## Introducere

Studiul modului în care politica monetară ar trebui să răspundă provocărilor de orice natură ar trebui să pornească de la înțelegerea rolului acesteia în conducerea sistemelor macroeconomice. Acest rol este definit în mare măsură de contribuția politicii monetare în atingerea obiectivelor macroeconomice. Trebuie avută, totodată, în vedere și relația politicii monetare cu celelalte componente ale politicii macroeconomice, în special cu politica fiscală.

Orientarea doctrinară a guvernanților se răsfrânge în mare măsură asupra politicilor macroeconomice. Marea Depresiune din anii 30 ai secolului trecut a fost depășită prin politici de factură keynesiană, care presupuneau o implicare masivă a statului în economie. Marile șocuri petroliere din anii 70 au grăbit declinul keynesismului, deschizând calea pentru doctrina monetaristă, de esență neoliberală, care preconiza o retragere semnificativă a statului din economie. Experiența monetarismului radical, practicat în anii 80 în unele țări cu rezultate destul de controversate, a contribuit la o reformulare a principiilor acestei doctrine.

Consecințele unor procese care au afectat economia mondială (proliferarea inovațiilor financiare, crizele, tranziția către economia de piață a fostelor țări socialiste etc.) s-au constituit în provocări în fața cărora politicile monetare au trebuit să reacționeze. În prezent, conjunctura economică este dominată de efectele crizei globale care a impus o nouă abordare a conducerii sistemelor macroeconomice, abordare care include și rolul politicii monetare.

## Obiective macroeconomice

În general, obiectivele politicilor macroeconomice sunt exprimate prin diferite variabile ce caracterizează echilibrul:

- ocuparea forței de muncă;
- stabilitatea prețurilor;

- creșterea economică;
- îmbunătățirea balanței comerciale etc.

Trebuie remarcat că obiectivul de stabilitate a prețurilor nu se confundă cu eliminarea completă a inflației. Experiența Marii Depresiuni a demonstrat că o creștere moderată a prețurilor este de preferat deflației, care inhibă activitatea economică.

În practică, pentru analiza conducerii unui sistem macroeconomic sunt utilizați indicatori statistici care pot cuantifica gradul de îndeplinire a obiectivelor vizate:

- pentru analiza creșterii economice sunt folosite: Produsul Intern Brut (PIB), producția industrială, producția din diferite ramuri economice etc.;
- pentru evaluarea stabilității prețurilor sunt utilizate ratele inflației (în funcție de prețurile de consum, de prețurile industriale etc.), deflatorul PIB etc.;
- pentru studiul îmbunătățirii balanței comerciale sunt luate în considerare: soldul balanței de plăți, contul curent, exporturile și importurile clasificate după diverse criterii etc.;
- pentru analiza ocupării forței de muncă sunt implicate: rata șomajului, gradul de ocupare pentru diferite categorii sociale etc. (Dornbusch & Fischer, 1990; Blanchard, 2000; Samuelson & Nordhaus, 2009).

Există și opinii după care în funcționarea economiilor naționale nu ar trebui luate în considerare decât două obiective: ocuparea forței de muncă și stabilitatea prețurilor. Argumentele sunt diverse. Din perspectiva considerentelor electorale care joacă, adeseori, un rol major în deciziile guvernantilor, șomajul și inflația se detașează net, prin impactul pe care îl au asupra populației, în raport cu alte variabile macroeconomice (Blinder, 1997). În plus, căile de atingere a unora dintre obiective se întrepătrund. De exemplu, eforturi care vizează creșterea economică sau îmbunătățirea balanței comerciale ar putea favoriza ocuparea forței de muncă. Relația dintre șomaj și stabilitatea prețurilor constituie un subiect de dispută între economiștii keynesieni și cei monetariști (Keynes, 1936; Phillips, 1958; Friedman & Schwartz, 1963; Feldstein, 1997; Kishor & Kochin, 2004; Hayes, 2006). Primii consideră că cele două variabile sunt influențate decisiv de raportul dintre cerere și ofertă. Un surplus al cererii în raport cu oferta stimulează creșterea economică și, implicit, reducerea șomajului, însă generează, totodată, o presiune inflaționistă. În schimb, atunci când cererea se situează la un nivel inferior ofertei, inflația este îngrădită, însă creșterea economică este descurajată, ceea ce poate cauza escaladarea șomajului. Altfel spus, cele două dezechilibre majore nu ar putea coexista, guvernele având de ales între a stimula cererea, în scopul impulsivării creșterii economice și a o descuraja, pentru a combate inflația. Pentru economiștii keynesieni, inflația este, cel mai adesea, un rău mai mic decât șomajul, fiind preferate politicile expansioniste, care stimulează cererea (Keynes, 1936). Economiștii monetariști se situează pe poziții net diferite, considerând că stabilitatea prețurilor ar trebui să constituie obiectivul primordial al politicii macroeconomice (Friedman & Schwartz, 1963; McCallum, 2008). În viziunea lor, inflația și șomajul nu sunt determinate neapărat de raportul dintre cerere și ofertă, fapt demonstrat de fenomenul stagflației, prezent în anii '70 ai secolului trecut (McCallum & Nelson, 2006). Inflația ar fi mai degrabă un fenomen monetar, manifestat prin surplusul masei monetare în raport cu nevoile economiei naționale (Friedman & Schwartz, 1963). În ce privește șomajul, monetariștii consideră că politicile macroeconomice nu ar trebui să își propună diminuarea ratei acestuia sub un nivel considerat drept „natural” (Friedman, 1968).

În prezent, băncile centrale urmează, în general, o orientare monetaristă, concentrându-se asupra obiectivului stabilității prețurilor. Totuși, consecințele actualei crize globale, care a

generat, în numeroase țări, o escaladare a șomajului, ar putea conduce la o reorientare în stabilirea priorităților politicilor monetare, prin care ocupării forței majore să îi revină o poziție de prim rang.

### **Politici macroeconomice**

Pentru atingerea obiectivelor macroeconomice, factorii de decizie (guvern, banca centrală etc.) au la dispoziție mai multe instrumente de intervenție:

- politica fiscală;
- politica monetară;
- politicile comerțului internațional;
- politica de control a veniturilor și a prețurilor;
- politicile de reformă economică etc. (Blanchard, 2000; Samuelson & Nordhaus, 2009).

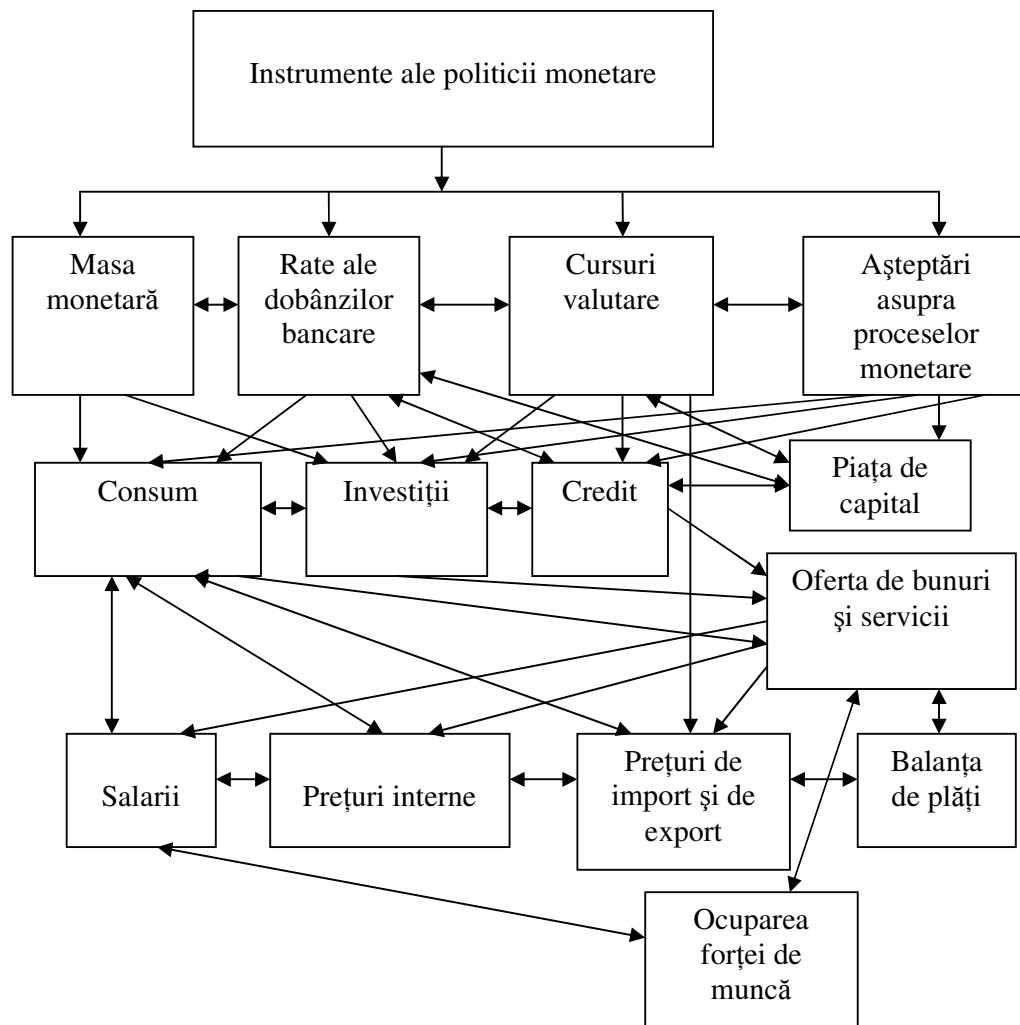
Politica fiscală (numită și fiscal-bugetară) constă în intervenția asupra economiei prin intermediul a două categorii de instrumente:

- impozitele și alte contribuții asimilate (contribuțiile pentru asigurările sociale de stat, pentru fondul de șomaj etc.);
- cheltuielile publice.

Se consideră, în general, că o creștere a impozitelor are un efect de contracție asupra activității economice (prin scăderea veniturilor disponibile, prin diminuarea înclinației spre muncă etc.), în timp ce reducerea fiscalității stimulează expansiunea activității economice. În privința cheltuielilor publice, acestea au adeseori efecte diametral opuse impozitelor: sporirea lor favorizează creșterea economică (cheltuielile publice reprezintă o componentă a cererii globale) în timp ce diminuarea o poate descuraja. Politica fiscală poate fi aplicată atât global, pentru ansamblul unei economii naționale, cât și diferențiat, pentru anumite ramuri industriale sau pentru anumite categorii sociale (Dornbusch & Fischer, 1990; Samuelson & Nordhaus, 2009).

Politica monetară constă în intervenția băncii centrale asupra unor variabile monetare (masa monetară, ratele dobânzilor, cursurile valutare etc.). Impactul acestor variabile asupra celor asociate obiectivelor finale se materializează prin diferite canale de transmisiune:

- masa monetară influențează consumul, ratele dobânzilor și investițiile, care, la rândul lor pot cauza schimbări ale ofertei de bunuri și servicii, prețurilor, salariilor, creditului, cursurilor valutare, ocupării forței de muncă sau comerțului exterior;
- ratele dobânzilor pot influența masa monetară, cursurile valutare, piața de capital, consumul iar aceste variabile își transmit efectele asupra inflației, șomajului, produsului intern brut sau balanței de plăți;
- cursurile valutare acționează nemijlocit asupra prețurilor de import și de export, care, la rândul lor, au un impact semnificativ asupra prețurilor interne și asupra comerțului exterior; în plus, ratele de schimb pot influența și alte variabile: ratele dobânzilor, cursurile acțiunilor, creditul etc. (Uhlig, 2005; Mishkin, 2007; Koop et al., 2009; Miller & Van Hoose, 2009).



**Figura 1.1.** Canale de transmisiune a politicii monetare

Un rol semnificativ în transmisiunea politicii monetare revine așteptărilor asupra proceselor monetare care pot influența nemijlocit diferite variabile: cursurile unor piețe financiare (prin impactul asupra atitudinii speculatorilor), salariile (prin efectele așteptărilor inflaționiste asupra solicitărilor de majorări salariale) etc. (Lucas, 1972; Miller & Van Hoose, 2009; Mishkin, 2010). În general, intercondiționările dintre variabilele macroeconomice induc o complexitate deosebită canalelor de transmisiune a politicii monetare (Figura 1.1).

În privința instrumentelor utilizate în managementul politicii monetare, acestea îmbracă diferite forme:

- rezervele minime obligatorii prin care băncilor le este impusă păstrarea unor sume de bani, calculate în raport cu elemente ale bilanțului contabil, în conturile băncii centrale;
- facilitățile permanente acordate de banca centrală prin care băncile pot obține credite sau pot constitui depozite cu o rată a dobânzii predeterminată (această dobândă constituie și un semnal asupra cursului politicii monetare);

- operațiuni pe piața liberă, prin care banca centrală cumpără sau vinde active financiare acționând, astfel, asupra lichidității din economie;
- intervenții pe piața valutară prin cumpărare sau vânzare de monedă străină;
- intervenții de tip *moral suasion* prin care oficialii băncii centrale conving conducători ai băncilor să adopte o anumită poziție (de exemplu, să salveze o instituție financiară aflată în impas);
- transmiterea unor semnale, prin comunicate sau declarații ale oficialilor băncii centrale asupra cursului politicii monetare (aceste semnale pot influența semnificativ așteptările asupra proceselor monetare);
- reglementările bancare, care restricționează ratele dobânzilor, sau nivelul creditelor etc. (Mayer et al., 1993; Furfine, 2001; Miller & Van Hoose, 2009; Mishkin, 2010).

Din perspectiva efectelor asupra obiectivelor vizate, pot fi delimitate două forme ale politicii monetare:

- politici expansive (*easy money*) care conduc la sporirea masei monetare și reducerea ratelor dobânzilor având drept scop principal stimularea creșterii economice;
- politicile restrictive (*tight money*), materializate prin diminuarea masei monetare și majorarea ratelor dobânzilor, întreprinse în scopul diminuării inflației, uneori cu prețul încetirii creșterii economice (Mayer et al., 1993; Miller & Van Hoose, 2009).

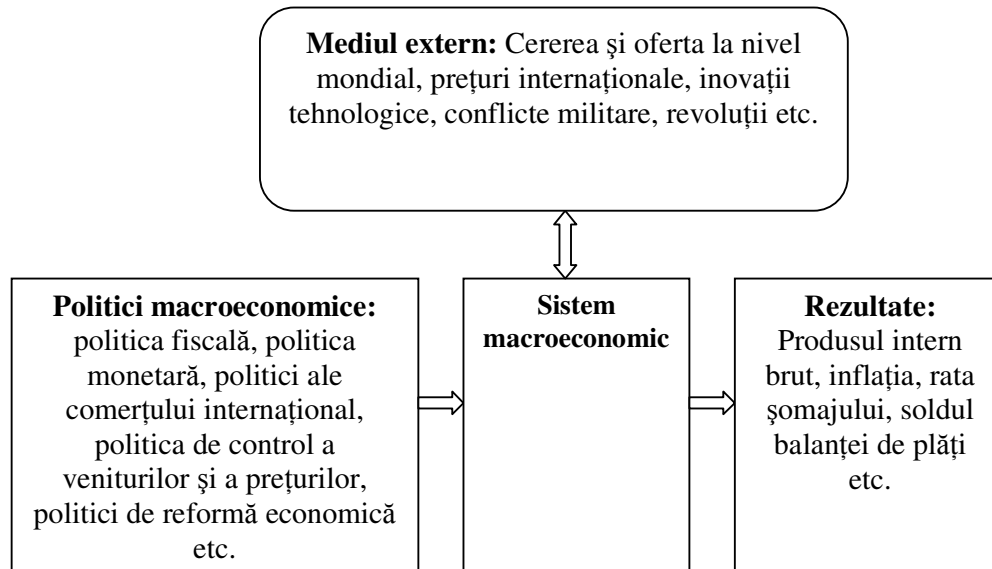
Politicile comerțului internațional se materializează în eforturi care vizează îmbunătățirea balanței comerciale:

- sporirea taxelor vamale de import;
- bariere netarifare în calea importurilor: prețuri minimale, contingente de importuri etc.;
- subvenții pentru exporturi;
- promovare și consultanță gratuită pentru firmele exportatoare etc.

Aplicarea acestor procedee poate fi supusă unor constrângeri care derivă din asumarea, în cadrul unor tratate internaționale, a unor obligații de limitare a barierelor tarifare și netarifare împotriva importurilor sau a subvențiilor pentru exportatori.

Politica de control a veniturilor și a prețurilor are un caracter excepțional fiind aplicată, de regulă, în contextul unor procese inflaționiste de amploare. În astfel de situații, guvernarea pot recurge la blocarea creșterii salariilor și a pensiilor din sistemul public, concomitent cu limitarea creșterii unor prețuri. Aceste procedee sunt destul de controversate fiind, în opinia unor teoreticieni, o încălcare a principiilor economiei de piață.

Politicile de reformă economică vizează schimbări majore în structura și funcționarea sistemelor macroeconomice. Astfel de politici, care se materializează în restructurarea sau chiar privatizarea sectorului de stat din economie în vederea sporirii eficienței sau prin modificări de amploare ale legislației economice, au un caracter extraordinar, survenind îndeosebi în cazul unor schimbări doctrinare (așa cum s-a întâmplat în țările occidentale în perioada în care doctrina keynesiană a fost înlocuită cu cea neoliberală) sau în contextul transformărilor sistemului politic (a fost situația țărilor din fostul bloc comunist, în perioada de tranziție la economia de piață).



**Figura 1.2.** Activitatea unui sistem macroeconomic

În general, sistemele macroeconomice au un caracter deschis, fiind supuse nu doar intervenției factorilor de decizie ci și interacțiunii cu elemente ale mediului extern, care nu sunt supuse controlului guvernanților: cererea și oferta la nivel mondial, prețurile internaționale, evenimente precum descoperiri ale unor tehnologii noi, conflicte militare, revoluții etc. (Samuelson & Nordhaus, 2009). Uneori, relația dintre o economie națională și mediul său extern are un caracter bidirecțional: economia națională este supusă influenței mediului său extern căruia, la rândul ei, îi poate influența unele elemente (Figura 1.2).

### **Relațiile politicii monetare cu celelalte componente ale politicii macroeconomice**

Repartizarea obiectivelor către diferitele politici macroeconomice este influențată de orientarea doctrinară a factorilor de decizie precum și de unele caracteristici ale sistemului macroeconomic și ale mediului extern al acestuia. Politica de control a veniturilor și a prețurilor sau politicile de reformă economică sunt aplicate îndeosebi în situații extraordinare. În privința politicilor comerțului internațional, instrumentele acestora sunt utilizate în prezent cu precauție, ca urmare a acordurilor internaționale din ultimele decenii care îngădesc, în mare măsură, practicile protecționiste. Ar rămâne, astfel, două instrumente majore de menținere a echilibrului macroeconomic în condiții de relativă normalitate: politica fiscală și politica monetară. Rolurile pe care acestea le joacă în atingerea obiectivelor macroeconomice reprezintă un alt subiect de dispută între teoreticienii keynesieni și cei monetariști (Keynes, 1936; Friedman & Schwartz, 1963; Williamson & Wright, 2010).

Pentru doctrina keynesiană, politica fiscală influențează cererea globală mult mai consistent decât politica monetară (Keynes, 1936). Din acest motiv, instrumentelor monetare li se încredințează, în general, roluri auxiliare, de susținere a celor fiscale. În privința modalităților de acțiune, ar fi de preferat influențarea ratelor dobânzilor în detrimentul masei monetare.

Economiștii monetariști au relevat unele dezavantaje ale politicii fiscale propunând, în schimb, politica monetară drept principalul instrument macroeconomic. În comparație cu politica fiscală, cea monetară ar avea câteva avantaje evidente:

- este mai puțin supusă considerentelor electorale;
- schimbările în politica monetară ar putea fi întreprinse relativ rapid (în timp ce modificarea semnificativă a impozitelor sau a cheltuielilor publice necesită, în general, aprobarea forului legislativ, publicarea acestora, emiterea unor norme metodologice și alte formalități care durează destul de mult);
- instrumentele de politică monetară își produc, de regulă, efectele într-un timp mai scurt decât instrumentele fiscale (Friedman & Schwartz, 1963; Friedman, 1968; Blinder, 1999; Way, 2000).

Monetariștii consideră, totodată, că acțiunile prin intermediul masei monetare au o eficacitate superioară celor întreprinse prin intermediul ratelor dobânzilor (Friedman & Schwartz, 1963; McCallum, 1981).

În ultimele decenii, în practica politicilor macroeconomice s-a impus o abordare pragmatică, de compromis între cele două extreme, care presupune coordonarea între politica fiscală și cea monetară (Mayer et al., 1993; Kishor & Kochin, 2004; Hayes, 2006; Mishkin, 2010; Bordo & Rockoff, 2013). O astfel de coordonare este impusă îndeosebi de problema finanțării deficitului bugetar care, după cum se știe, poate fi realizată prin două metode:

- emisiune monetară;
- împrumuturi publice.

Evident, prima soluție afectează în mod direct eforturile băncii centrale de management al masei monetare. În ce privește finanțarea prin împrumuturi publice, aceasta generează, creșterea cererii de credite, ceea ce ar putea determina majorarea ratelor dobânzilor. În plus, escaladarea datoriei publice favorizează, de regulă, percepțiile unui risc semnificativ de nerambursare în rândul potențialilor creditori, care s-ar simți îndreptățiți să solicite rate mari ale dobânzilor (Dornbusch & Fischer, 1990; Miller & Van Hoose, 2009).

Coordonarea dintre politica fiscală și cea monetară este influențată semnificativ de relațiile instituționale dintre guvern și banca centrală (Andersen & Schneider, 1986; Alesina & Tabellini, 1987; Fischer, 1994; Duisenberg, 2003; Adam & Billi, 2007; Libich & Hughes; Cukierman, 2006; Hallett & Stehlik, 2007). Atunci când banca centrală este subordonată guvernului, de jure sau de facto, politica monetară poate trece pe un plan secundar, îndeplinind un rol auxiliar pe lângă politica fiscală (Nordhaus, 1994; Forder, 1998; Castellani & Debrun, 2001; Hughes Hallett & Libich, 2007). În schimb, în condițiile independenței băncii centrale pot surveni unele dificultăți în armonizarea celor două politici (Lambertini & Rovelli, 2004; Persson & Persson, & Svensson, 2006).

În raport cu caracterul expansiv sau restrictiv al măsurilor fiscale și monetare pot rezulta patru forme de combinare (*mix-uri*) ale celor două politici:

- un *mix* de politici restrictive;
- un *mix* de politici expansive;
- un *mix* ce cuprinde o politică fiscală expansivă însoțită de o politică monetară restrictivă;
- un *mix* alcătuit dintr-o politică fiscală restrictivă acompaniată de o politică monetară expansivă.



Alegerea dintre cele patru combinații trebuie să ia în considerare, printre altele, conjunctura în care se găsește economia națională. Mix-ul politicilor restrictive este indicat pentru situația în care inflația a ieșit, sau amenință să iasă, de sub control. Într-o astfel de conjunctură, reducerea drastică a deficitului bugetar (prin creșterea impozitelor și diminuarea cheltuielilor publice), controlul evoluției masei monetare și majorarea ratelor dobânzilor pot tempera semnificativ fenomenul inflaționist. Totuși, prelungirea acestor măsuri mai mult decât ar fi necesar poate favoriza recesiunea. Mix-ul de politici expansive este recomandat pentru o situație de recesiune severă. În aceste circumstanțe, relaxarea fiscală împreună cu cea monetară, pot revigora creșterea economică. Trebuie însă avut în vedere că o prelungire a politicilor expansive poate contribui la escaladarea inflației. Mix-ul în care sunt combinate o politică fiscală expansivă și o politică monetară restrictivă poate asigura, pentru un timp, o creștere economică substanțială, favorizată de relaxarea fiscală. Această evoluție nu ar fi însoțită, cel puțin pe moment, de accelerarea inflației întrucât efectele majorării deficitelor bugetare ar fi contracarate de măsurile monetare restrictive. Totuși, pe un termen mai lung, sustenabilitatea acestei creșteri ar putea fi compromisă de majorarea datoriei publice. Ultimul mix prevede o politică fiscală restrictivă, de echilibrare a bugetului, dublată de o politică monetară expansivă, care poate favoriza o creștere economică nu neapărat accentuată însă de durată. Este însă, evident, destul de dificilă, mai ales în perioadele electorale, obținerea consecvenței din partea guvernanților în privința măsurilor de echilibrare bugetară (Petit, 1989; Agell & Calmfors & Jonsson, 1996; Benigno & Woodford, 2003; Dixit & Lambertini, 2003).

### **Schimbări în abordarea politicii monetare**

În ultimele decenii, politicile monetare au suferit transformări profunde sub impactul unor procese economice de amploare:

- dezintermedierea financiară;
- dereglementarea sistemului bancar;
- liberalizarea fluxurilor de capital;
- evoluția sistemului monetar internațional;
- tranziția fostelor țări socialiste către economia de piață;
- crizele financiare.

Procesul de dezintermediere financiară se materializează în înlocuirea băncilor, în calitatea acestora de intermediar între cererea și oferta de resurse financiare, cu alternative care implică piețele de capital. Adeseori acestea sunt preferate băncilor întrucât pot oferi randamente superioare de plasament (însă cu riscuri considerabile, de regulă mai mari decât cele ale depozitelor bancare) și finanțări cu costuri inferioare. În acest context, capacitatea băncilor centrale de a influența activitatea economică prin intermediul băncilor s-a diminuat. În același timp, a crescut rolul deținut de piețele de capital în funcționarea economiilor naționale, ceea ce le conferă o influență semnificativă asupra echilibrului macroeconomic (după cum se știe, Marea Depresiune a fost declanșată de un crah bursier). În general, evoluția piețelor de capital este influențată hotărâtor de tranzacțiile speculative care le imprimă o volatilitate semnificativă și o sensibilitate accentuată față de schimbările din mediul extern. Printre factorii cu un impact deosebit asupra prețurilor acțiunilor și obligațiunilor se numără și variabilele monetare (ratele dobânzilor, cursurile valutare etc.), astfel încât băncile centrale sunt obligate să își conceapă politicile, luând în considerare posibilele reacții ale piețelor de capital (Bernanke & Gertler, 1999; Cecchetti et al., 2000; Bernanke & Gertler, 2001; Gruen et al., 2005).

Dereglementarea sistemului bancar din ultima jumătate de secol a fost un proces complex și controversat prin care unele reglementări prudențiale, care restrâng capacitatea băncilor de a-și asuma riscuri, au fost atenuate sau chiar eliminate. În această evoluție au intervenit mai multe circumstanțe:

- tendința firească a băncilor de a-și crește rentabilitatea, ceea ce presupune asumarea unor riscuri considerabile;
- proliferarea așa-numitelor inovații financiare prin care unele instituții financiare au reușit să eludeze reglementările bancare;
- percepția de stabilitate a sistemului bancar care a indus convingerea că multe dintre reglementări sunt exagerat de drastice.

În unele țări, procesul de dereglementare a favorizat asumarea de către bănci a unor riscuri care s-au dovedit mult exagerate. În timpul actualei crize globale, unele guverne au fost obligate să susțină băncile aflate în dificultate prin fonduri substanțiale, care au periclitat echilibrul financiar. Această situație a impus o nouă abordare a atribuțiilor băncilor centrale în asigurarea stabilității sistemelor bancare (Goodfriend & King, 1988; Angeloni & Faia, 2009).

Liberalizarea fluxurilor de capital a condus la intensificarea interconstrucțiilor dintre politicile monetare aplicate în diferite țări. Eliminarea restricțiilor pentru investițiile internaționale de portofoliu a permis migrarea capitalurilor către țările care oferă randamente substanțiale. Printre altele, acest proces a favorizat așa-numitul *arbitraj asupra ratelor dobânzilor*, una dintre practicile cu implicații semnificative asupra politicilor monetare. Atunci când apare o diferență substanțială între ratele dobânzilor din două țări, pot lua naștere fluxuri semnificative de capital din țara cu dobânzi scăzute către cea cu dobânzi mai avantajoase. Astfel de fluxuri de capital induc, în general, o presiune considerabilă asupra pieței valutare, obligând autoritățile monetare fie să acționeze pentru diminuarea diferenței dintre ratele dobânzilor fie să accepte o variație semnificativă a ratelor de schimb (Froot & Thaler, 1990; McCallum, 1994; Meredith & Chinn, 1998; Flood & Rose, 2002).

Evoluția sistemului monetar internațional din ultimele decenii a avut un impact semnificativ asupra politicilor monetare. În perioada de funcționare a sistemului monetar al cursurilor relativ fixe, instituit prin Acordurile de la Bretton Woods din 1944, băncile centrale din țările membre și-au asumat obligația de a apăra paritățile oficiale pe piețele valutare, ceea ce le îngrădea libertatea de acțiune. Aceste circumstanțe au fost sintetizate în așa-numita *trilemă Mundell – Fleming*, conform căreia nu pot fi practicate, concomitent, libertatea deplină a circulației capitalurilor, un regim al cursurilor fixe și o politică monetară independentă (Fleming, 1962; Mundell, 1963; Obstfeld et al., 2004). Experiența primilor ani care au urmat sistemului monetar internațional al cursurilor fixe a demonstrat necesitatea intervenției băncilor centrale pe piețele valutare, în lipsa căreia iregularitatea tranzacțiilor și atacurile speculative pot conduce la fluctuații abrupte ale ratelor de schimb, de natură să pericliteze afacerile internaționale (Devereux & Engel, 2003; Obstfeld & Duarte, 2005). Marja de intervenție diferă însă, în funcție de regimul valutar aplicat. Un caz special a fost cel al Sistemului Monetar European (SME) instituit în 1978 și care poate fi considerat un precursor al Uniunii Monetare Europene (UME). În contextul liberalizării fluxurilor de capital, băncile centrale din țările membre SME au fost obligate să își coordoneze politicile monetare pentru a evita dezechilibrele generate de posibilitățile de arbitraj asupra ratelor dobânzilor (Bayoumi & Eichengreen, 1992; Connolly, 1996). În fapt, rolul determinant în cadrul proceselor monetare din SME revenea băncii centrale a

Germaniei (Bundesbank) care se bucura de o independență substanțială față de guvern, ceea ce îi permitea să aplice, atunci când inflația amenința să scape de sub control, o politică monetară restrictivă, la care celelalte bănci centrale trebuiau să se alinieze (Melitz, 1987). În 1999, procesul de integrare europeană a trecut într-un nou stadiu prin adoptarea unei monede unice de către o parte a țărilor membre SME. Practic, prin această măsură participării la așa-numita zonă euro au transferat atribuțiile de politică monetară exercitate până atunci de către băncile centrale naționale unui organism suprastatal – Banca Centrală Europeană (BCE). În cadrul negocierilor Tratatului de la Maastricht, prin care a fost instituită UME, Germania a impus principiul că BCE, pentru a combate eficient inflația, ar trebui să dobândească o autonomie similară celei de care dispunea Bundesbank. În primul deceniu de funcționare, BCE a reușit, într-adevăr, să mențină stabilitatea prețurilor însă criza globală a revelat câteva vulnerabilități ale zonei euro:

- diferențele substanțiale de competitivitate dintre țările membre, care nu mai pot fi corectate, ca în trecut, prin devalorizarea monedelor naționale ale statelor cu deficite semnificative ale balanței de plăți;
- fragilitatea sistemelor bancare din unele țări membre;
- ineficacitatea criteriilor nominale de convergență, care nu reflectă în totalitate cerințele echilibrului financiar și care, de altfel, au putut fi depășite, în cazul Greciei, prin fraudă;
- dificultățile de coordonare între politica monetară aplicată de BCE și politicile fiscale practicate de guvernele țărilor din zona euro etc. (Blanchard, 2007; Darvas, 2010; Dorruci & McKay, 2011; Weisbrot & Montecino, 2012; Goodfriend, 2012; Cacciatore et al, 2013). Consecințele crizei au impulsivat eforturile de reformă a zonei euro și de regândire a atribuțiilor BCE.

Tranziția fostelor țări socialiste către economia de piață a implicat și restructurarea sistemului monetar-bancar. A fost constituit un cadru legislativ care a reglementat atribuțiile băncii centrale în conducerea politicii monetare. A fost demarat un proces de privatizare a băncilor deținute de stat. În general, în perioada de tranziție s-au înregistrat procese inflaționiste de amploare, dificil de contracarat pentru inexperimentatele bănci centrale (Williamson, 1991; Begg, 1997; Halpern & Wyplosz, 1997; Koch, 1997; Coricelli, 2006).

Crizele financiare au impus, adeseori, schimbări profunde ale abordărilor la nivel macroeconomic. Marea Depresiune a condus la aplicarea politicilor keynesiene în timp ce șocurile petrolului din anii 70 ai secolului trecut au facilitat adoptarea monetarismului. În ce privește actuala criză globală, a cărei dimensiune financiară este evidentă, cu toate că în prezent ar fi, poate, prematură o evaluare aprofundată a consecințelor în planul orientărilor doctrinare, este de netăgăduit necesitatea unor schimbări de amploare în funcționarea sistemelor macroeconomice (Curdia & Woodford, 2009; Krugman, 2009; Wessel, 2009; Bean et al., 2010; Blanchard et al., 2010; Turner, 2010; Mishkin, 2011). Câteva din circumstanțele care au favorizat declanșarea și propagarea crizei: datoriile publice nesustenabile, tranzacțiile speculative de pe piețele financiare și imobiliare, riscurile de amploare asumate în sectorul bancar au făcut obiectul unor studii care au formulat și soluții de prevenție (Taylor, 2007; Calomiris, 2009; Canova & Gambetti, 2009; Ennis & Keister, 2009; Fratzscher, 2009; Gambacorta, 2009; Meier, 2009; Mishkin, 2009; Obstfeld et al., 2009; Reinhart & Rogoff, 2009; White, 2009; Boivin et al., 2010; Eickmeier & Hofmann, 2010). Circumstanțele crizei au obligat guvernele să se implice masiv în economie, această evoluție putând fi considerată drept o revenire la unele din principiile keynesismului.

## Concluzii

În redefinirea rolului politicii monetare în conducerea sistemelor macroeconomice, impusă de actuala conjunctură, trebuie luate în considerare câteva aspecte importante:

- ierarhizarea obiectivelor macroeconomice;
- coordonarea politicii monetare cu cea fiscală;
- impactul operațiunilor speculative de pe piețele imobiliare și de capital;
- orientarea doctrinară.

Escaladarea șomajului din ultimii ani forțează guvernării la o reformulare a ierarhiei obiectivelor macroeconomice, care favorizează ocuparea forței de muncă. Presiunile din partea electoratului ar putea obliga băncile centrale să aplice politici monetare orientate către diminuarea șomajului chiar dacă acestea ar permite o anumită revigorare a inflației. Această schimbare poate fi privită ca un preț care trebuie plătit, în condiții de criză, pentru a preveni erupțiile sociale.

Provocările crizei globale reclamă intensificarea coordonării între politica monetară și cea fiscală. Din perspectiva organizării acestei cooperări, ar fi de dorit ca, în locul subordonării băncii centrale față de guvern, să fie delimitate precis, prin reguli coerente, responsabilitățile celor două instituții.

Operațiunile speculative de pe piețele imobiliare și de capital au jucat un rol major în declanșarea și agravarea actualei crize globale. Baloanele speculative astfel formate au fost favorizate de finanțările generoase oferite de bănci cu prețul asumării unor riscuri exagerate, care le-au pus în dificultate atunci când piețele au intrat în declin. Percepțiile nefavorabile ale opiniei publice asupra rolului jucat de bănci în declanșarea crizei ar putea favoriza impunerea unor noi reglementări care să limiteze finanțarea operațiunilor speculative.

Marea Depresiune a impus, în anii 30 ai secolului trecut, adoptarea principiilor keynesiene în conducerea economiilor naționale. În prezent, criza globală, comparabilă prin consecințe, impune o intervenție substanțială a guvernelor în activitatea economică. Această evoluție poate fi interpretată ca o reevaluare a keynesismului care părea, înainte de criză, căzut în desuetudine.

## Referințe

Adam, K. & Billi, R. (2007), Monetary conservatism and fiscal policy, Working Paper 07-01, Federal Reserve Bank of Kansas City. (<http://www.kc.frb.org/Publicat/Reswkpap/PDF/RWP07-01.pdf>)

Agell, J. & Calmfors, L. & Jonsson, G. (1996), Fiscal policy when monetary policy is tied to the mast, *European Economic Review* 40, pp. 1413-1440.

Alesina, A. & Tabellini, G. (1987), Rules and discretion with non-coordinated monetary and fiscal policy, *Economic Inquiry*, Vol. XXV, October, pp. 619-630.

Andersen, M. & Schneider, T. (1986), Coordination of fiscal and monetary policy under different institutional arrangements, *European Journal of Political Economy*, pp. 182-196.

Angeloni, Ignazio & Faia, Ester (2009), Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks, Kiel Working Paper. (<http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/shared/pdf/cfs/angeloni.pdf>)

- Bayoumi, T. & Eichengreen, B.J. (1992), Is There a Conflict between EC Enlargement and European Monetary Unification?, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper No. 646. (<http://www.nber.org/papers/w3950>)
- Bean, C. & Paustian, M. & Penalver, A. & Taylor, T. (2010), Monetary Policy After the Fall, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium. (<http://www.bis.org/review/r100901d.pdf>)
- Begg, David (1997), Monetary Policy during Transition: Progress and Pitfalls in Central and Eastern Europe, 1990-6, Oxford Review of Economic Policy, Special Issue: Economics of Transition in Eastern and Central Europe, pp. 33-46.
- Benigno, P. & Woodford, M. (2003), Optimal monetary and fiscal policy: A linear quadratic approach, in M. Gertler and K. Rogoff (eds.), NBER Macroeconomics Annual, MIT Press, Cambridge, pp. 271-333.
- Bernanke, B.S. & Gertler, M. (1999), Monetary Policy and Asset Price Volatility, Federal Reserve Bank of Kansas City conference New Challenges for Monetary Policy, Kansas City, pp. 77-128. (<http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/1999/4q99bern.pdf>)
- Bernanke, B.S. & Gertler, M. (2001), Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?, American Economic Review, Vol. 91, Papers and Proceedings, May, pp. 253-257. (<http://www.nyu.edu/econ/user/gertlerm/assets.pdf>)
- Blanchard, O. (2000), Macroeconomics, Second Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Blanchard, O. (2007), Adjustment within the Euro. The Difficult Case of Portugal, Portuguese Economic Journal, 6 (1), pp. 1-21. ([http://www.ems.bbk.ac.uk/for\\_students/msc\\_econ/ETA2\\_EMEC025P/GZblanchard.pdf](http://www.ems.bbk.ac.uk/for_students/msc_econ/ETA2_EMEC025P/GZblanchard.pdf))
- Blanchard, O. & Dell'Ariceia, G. & Mauro, P. (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, SPN/10/03. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>)
- Blinder, Alan, S. (1997), Is Government Too Political?, Foreign Affairs, 76(6), pp. 115-126.
- Blinder, Alan, S. (1999), Central Banking in Theory and Practice, Cambridge: MIT Press.
- Boivin, J. & Lane, T. & Meh, C. (2010), Should Monetary Policy Be Used to Counteract Financial Imbalances?, Bank of Canada Review, pp. 23-36. ([http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/09/boivin\\_summer10.pdf](http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/09/boivin_summer10.pdf))
- Bordo, Michael D. & Rockoff, Hugh (2013), Not Just the Great Contraction: Friedman and Schwartz's A Monetary History of the United States 1867 to 1960, American Economic Review 103, pp 61-65. (<http://www.nber.org/papers/w18828>)
- Cacciatore, Matteo & Fiori, Giuseppe & Ghironi Fabio (2013), Market Deregulation and Optimal Monetary Policy in a Monetary Union, NBER Working Paper 19025. (<http://www.nber.org/papers/w19025>)
- Calomiris, Charles (2009), Financial Innovation, Regulation and Reform, Cato Journal 29, pp.65-91.
- Canova, F. & Gambetti, L. (2009), Structural Changes in the US Economy: Is There a Role for Monetary Policy?, Journal of Economic Dynamics & Control 33 (2), pp. 477-490. (<http://www.crei.cat/people/canova/structural%20changes%20in%20the%20US%20economy.pdf>)
- Castellani, F. & Debrun, X. (2001), Central Bank Independence and the Design of Fiscal Institutions, International Finance, 8(1), pp. 87-117. ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=880855](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880855))
- Cecchetti, S. & Genberg, H. & Lipsky, J. & Wadhvani, S. (2000), Asset Prices and Central Bank Policy, Geneva Reports on the World Economy, No 2, Centre for Economic Policy Research, London.
- Connolly, B. (1996), EMU: Out of Place, Out of Time, Economic Affairs 16(3), pp. 33-35.

- Coricelli, F. (2006), Monetary Transmission Mechanism in Central & Eastern Europe: Gliding on a Wind of Change, The Williamson Institute Working Paper 850.  
(<http://wdi.umich.edu/files/publications/workingpapers/wp850.pdf>)
- Cukierman, A. (2006), Central Bank Independence and Monetary Policy Making Institutions: Past, Present, and Future, *Journal Economía Chilena*, Vol. 9, April, pp. 5-23.  
(<http://www.tau.ac.il/~alexkuk/pdf/Past%20present%20and%20Future.pdf>)
- Curdia, V. & Woodford, M. (2009), Credit Spreads and Optimal Monetary Policy, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No 385.  
(<http://www.federalreserve.gov/events/conferences/fmmp2009/papers/Woodford-Curdia.pdf>)
- Devereux, Michael, B. & Engel, Charles (2003), Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange-Rate Flexibility, *Review of Economic Studies*, Oxford University Press, vol. 70(4), pp.765-783.
- Darvas, Z. (2010), The Case for Reforming Euro Area Criteria, Department of Mathematical Economics and Economic Analysis, Corvinus University of Budapest Working Papers 1003.  
(<http://econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP1022.pdf>)
- Dixit, A. & Lambertini, L. (2003), Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies, *American Economic Review*, 93, pp. 1522-1542.  
([http://infoscience.epfl.ch/record/109469/files/Interactions\\_of\\_Commitment\\_and\\_Discretion\\_LL\\_final\\_postPrint.pdf](http://infoscience.epfl.ch/record/109469/files/Interactions_of_Commitment_and_Discretion_LL_final_postPrint.pdf))
- Dornbusch, Rudiger & Fischer, Stanley (1990), *Macroeconomics*, McGraw-Hill, 5th ed., New York.
- Dorruci, E. & McKay J. (2011), The International Monetary System after the Financial Crisis, ECB Occasional Paper 123. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp123.pdf>)
- Duisenberg, W. (2003), Monetary and fiscal policy in the euro area, Introduction by Dr. Willem F. Duisenberg, President of the European Central Bank, at the International Monetary Conference, Berlin, 3 June 2003. (<http://www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp030603.en.html>)
- Eickmeier, S. & Hofmann, B. (2010), Monetary Policy, Housing Booms, and Financial (Im)Balances, *Macroeconomic Dynamics*. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1178.pdf>)
- Ennis, Huberto, M. & Keister, Todd (2009), Bank Runs and Institutions: The Perils of Intervention, *American Economic Review*, 99 (4), pp. 1588 - 1607.  
(<http://www2.econ.iastate.edu/faculty/bhattacharya/grad2009/keister.pdf>)
- Feldstein, M. (1997), The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability, in Romer, C.D. and Romer, D.H. (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 123-166.
- Fischer, S. (1994), Modern Central Banking, in Capie, F., Fischer, S., Goodhart, C. and Schnadt, N. (eds.), *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Fleming, J. M. (1962), Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates, Staff Paper, *International Monetary Fund*, Vol. 9, No. 3, pp. 369-379.
- Flood, R.P. & Rose, A.K. (2002), Uncovered Interest Parity in Crisis, *IMF Staff Paper*, 49:2, pp. 252-266.
- Forder, J. (1998), Central Bank Independence: Conceptual Clarifications and Interim Assessment. *Oxford Economic Papers*, 50(3), pp. 307-334.
- Fratzscher, M. (2009), What explains global exchange rate movements during the financial crisis?, *Journal of International Money and Finance*, 28, pp. 1390-1407.  
(<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1060.pdf>)

- Friedman, Milton (1968), The Role of Monetary Policy, *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1. pp. 1-17.  
(<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28196803%2958%3A1%3C1%3ATROMP%3E2.0.CO%3B2-6>)
- Friedman, Milton & Schwartz, Anna (1963), Money and Business Cycles, *Review of Economics and Statistics*, 45(1), Part 2, Supplement, pp. 32–64, Reprinted in Schwartz, 1987, *Money in Historical Perspective*, ch. 2. (<http://www.jstor.org/stable/j.ctt7s1vp>)
- Froot, K.A. & Thaler, R.H. (1990), Foreign Exchange. *Journal of Economic Perspectives*, 4:3, pp. 179-192.
- Furfine, Craig (2001), The costs and benefits of moral suasion: Evidence from the rescue of long-term capital management, BIS Working Papers No 103. (<http://www.bis.org/publ/work103.pdf>)
- Gambacorta, L. (2009), Monetary Policy and the Risk-Taking Channel, *BIS Quarterly Review*, December, pp. 43-53. ([http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0912f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912f.pdf))
- Goodfriend, Marvin & King, Robert G. (1988), Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking, *Federal Reserve Bank of Richmond's Economic Review*, 1988 Vol. 74, No. 3. ([http://www.richmondfed.org/publications/research/working\\_papers/1988/wp\\_88-1.cfm](http://www.richmondfed.org/publications/research/working_papers/1988/wp_88-1.cfm))
- Goodfriend, Marvin (2012), The Phases of U.S. Monetary Policy: 1987 to 2001. *FRB Richmond Economic Quarterly*, vol. 88, no. 4, Fall 2002, pp. 1-17. (<http://ssrn.com/abstract=2183357>)
- Gruen, D. & Plumb, M. & Stone, A. (2005), How Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles?, *International Journal of Central Banking*, Vol. 1, December, pp. 1-31.  
(<http://www.ijcb.org/journal/ijcb05q4a1.pdf>)
- Halpern, László & Wyplosz, Charles (1997), Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies, *International Monetary Fund Staff Papers*, pp. 430-461.
- Hayes, Mark (2006), *The economics of Keynes: a New Guide to The General Theory*, Cheltenham UK.
- Hughes Hallett, A. & Libich, J. (2007), Fiscal-Monetary Interactions: The Effect of Fiscal Restraint and Public Monitoring on Central Bank Credibility, *Open Economies Review*, 18(5), pp. 559–576.
- Keynes, John, Maynard (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan (reprinted 2007).
- Kishor, N. Kundan & Kochin, Levis A. (2004), The Success of the Fed and the Death of Monetarism. (<http://ssrn.com/abstract=588031>)
- Koch, Elmar B. (1997), Exchange Rates and Monetary Policy in Central Europe – A Survey of Some Policy Issues, *Oesterreichische Nationalbank Working Paper* 24.
- Koop, G. & Leon-Gonzalez, R. & Strachan, R. W. (2009) On the Evolution of the Monetary Policy Transmission Mechanism, *Journal of Economic Dynamics & Control* 33 (4), pp. 997–1017.
- Krugman, P. (2009), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Norton, New York.
- Lambertini, L. & Rovelli, R. (2004), Independent or Coordinated?, *Monetary and Fiscal Policy in EMU*, in Beetsma, R., et al. (eds), *Monetary Policy, Fiscal Policies and Labour Markets: Macroeconomic Policymaking in the EMU*, Cambridge, UK, Cambridge University Press, Ch.6.
- Libich, J. & Hughes Hallett, A. & Stehlik, P. (2007), *Monetary and Fiscal Policy Interaction with Various Degrees and Types of Commitment*, Centre for Economic Policy Research, London, Discussion Paper No. 6586. (<http://www.ecosoc.org.au/files/File/TAS/ACE07/presentations%20%28pdf%29/Libich.pdf>)
- Lucas, R.E. (1972), Expectations and the Neutrality of Money, *Journal of Economic Theory*, Vol. 4, April, pp. 103-124.

- Mayer, Thomas & Duesenberry, James S. & Aliber, Robert Z. (1993), *Money, Banking, and the Economy*, 5th edition, W W Norton & Co. Inc.
- McCallum, Bennett T. (1981), *Monetarist Principles and the Money Stock Growth Rule* NBER Working Paper No. w0630. (<http://ssrn.com/abstract=27538>)
- McCallum, B.T. (1994), *A Reconsideration of the Uncovered Interest Parity Relationship*, *Journal of Monetary Economics*, 33:1, pp. 105-132.
- McCallum, B. T. & Nelson, E. (2006), *Monetary and Fiscal Theories of the Price Level: The Irreconcilable Differences*, NBER Working Paper, No. 12089.
- McCallum, Bennett, T. (2008), *Monetarism*, in David R. Henderson (ed.). *Concise Encyclopedia of Economics*, 2nd edition, Indianapolis.
- Meier, A. (2009), *Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom*, IMF Working Paper No. 09/163. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09163.pdf>)
- Melitz, J. (1987), *Monetary Discipline, Germany, and the European Monetary System*, IMF Working Paper No. 87/6.
- Meredith, G., & Chinn, M.D. (1998), *Long-horizon Uncovered Interest Rate Parity*. NBER Working Paper, No.6797.
- Miller, Roger, LeRoy & Van Hoose, David, D. (2009), *Modern Money and Banking*, McGraw Hill, 4th ed., New York.
- Mishkin, F.S. (2007), *Housing and the Monetary Transmission Mechanism*, Finance and Economics Discussion Series, No. 2007-40, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, September
- Mishkin, F.S. (2009), *Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?*, *American Economic Review*, No 99 (2), pp. 573-577. (<http://www.nber.org/papers/w14678>)
- Mishkin, F.S. (2010), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 9th edition, Addison-Wesley, Boston.
- Mishkin, F.S. (2011), *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, Proceedings of the 6th ECB Central Banking Conference, Frankfurt, November 18-19, 2010. (<http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/10ecb.pdf>)
- Mundell, Robert (1963), *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, *Canadian Journal of Economics and Political Science*.
- Nordhaus, W. (1994), *Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 139–216.
- Obstfeld, Maurice & Shambaugh, Jay C. & Taylor, Alan M. (2004), *The Trilemma in History: Trade-offs Among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility*, CEPR Discussion Papers 4352, C.E.P.R. Discussion Papers. (<http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/ost12.pdf>)
- Obstfeld, Maurice & Duarte, Margarida (2005), *Monetary Policy in the Open Economy Revisited: The Case for Exchange-Rate Flexibility Restored*, 2005 Meeting Papers 386, Society for Economic Dynamics. ([http://emlab.berkeley.edu/users/obstfeld/DO\\_JIMF-2.pdf](http://emlab.berkeley.edu/users/obstfeld/DO_JIMF-2.pdf))
- Obstfeld, Maurice & Shambaugh, Jay C. & Taylor, Alan M. (2009), *Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008*, *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 99(2), pp. 480-486. ([http://www.nber.org/papers/w14826.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w14826.pdf?new_window=1))



- Persson, M. & Persson, T. & Svensson, L. E. O. (2006), Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy: A Solution, *Econometrica*, 74(1), pp. 193–212. (<http://www.nber.org/papers/w11088>)
- Petit, M. L. (1989), Fiscal and Monetary Policy Co-ordination: A Differential Game Approach, *Journal of Applied Econometrics*, 4(2), pp. 161–79.
- Phillips, A.W. (1958), The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957, *Economica*, Vol. 25, November, pp. 283-299.
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Samuelson, Paul & Nordhaus, William D. (2009), *Economics: An Introductory Analysis*, 19th ed., McGraw–Hill.
- Taylor, J. (2007), Housing and Monetary Policy, *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, pp. 463-476.
- Turner, P. (2010), Central Banks and the Financial Crisis, *BIS Papers*, No 51, Bank for International Settlements, Basel, pp. 21-25. (<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap51e.pdf>)
- Uhlig, H. (2005), What Are the Effects of Monetary Policy on Output? Results from an Agnostic Identification Procedure, *Journal of Monetary Economics* 52 (2), pp.381–419.
- Way, Christopher (2000), Central Banks, Partisan Politics, and Macroeconomic Outcomes. *Comparative Political Studies* 33/2.: pp. 196-224.
- Weisbrot, Mark & Montecino, Juan (2012), More Pain, No Gain for Greece: Is the Euro Worth the Costs of Pro-Cyclical Fiscal Policy and Internal Devaluation?, Center for Economic and Policy Research. (<http://www.cepr.net/index.php/publications/reports/more-pain-no-gain-for-greece>)
- Wessel, D. (2009), *In Fed We Trust: Ben Bernanke’s War on the Great Panic*, Crown Business, New York.
- White, W.R. (2009), Should Monetary Policy ‘Lean or Clean’?, Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper, No 34, August. ([https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/events/colloquium/2009-05-27\\_White.pdf](https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/events/colloquium/2009-05-27_White.pdf))
- Williamson, John (1991), Advice on the Choice of an Exchange Rate Policy, in *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*, E. M. Claassen, ed., ICS Press, pp. 395-403.
- Williamson, Stephen D. & Wright, Randall D. (2010), *New Monetarist Economics: Models*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report 443. (<http://ssrn.com/abstract=1601510>)